

2020 年 12 月 08 日

政策“退潮”的历史复盘

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

代小笛（联系人）

daixiaodi@kysec.cn

证书编号：S0790120070025

伴随经济逐渐修复，政策“退潮”已然开始。2021 年，“退潮”之年，经济、市场如何演绎？历史不会简单重演，但通过历史复盘，可以为市场提供一些启示。

● **从“加”杠杆到“稳”杠杆，政策“稳增长”到“退潮”，并非历史简单重复** 2008 年以来，我国经历了 3 轮较为明显的政策从“稳增长”到“退潮”的阶段，通常货币政策先于财政政策回归常态。历史上，经济压力较大时，财政、货币政策等托底操作逐步加码，典型时期如 2008 年、2014 年和 2020 年；随着经济逐渐修复，政策逐步“退潮”，例如 2009 年、2016 年和 2020 年 4 月等。通常货币政策先逐步回归常态，财政政策变化略有时滞，赤字率多在经济确认企稳后下降。经济所处发展阶段不同，政策思路不同，“稳增长”到“退潮”的节奏和力度等不尽相同。传统周期下，“稳增长”政策发力时，力度较大、节奏较快，货币迅速转向全面宽松，城投平台加杠杆；随着经济修复，央行收紧“银根”、帮助经济降温。转型“攻坚”阶段大为不同，近两轮“稳增长”到“退潮”，货币政策多运用结构性工具、尤其是 2020 年，财政发力方向、力度等也不同于传统周期。

● **政策“退潮”下，“稳增长”相关需求回落，内生动能滞后修复，外需等不同** 伴随政策“退潮”，基建等“稳增长”相关需求逐步回落，制造业投资等内生动能滞后修复，地产投资和物价等不尽相同。经验显示，过去两轮政策“退潮”过程中，总量经济趋于回落，其中基建投资率先回落，而制造业投资和消费等滞后反应；地产投资、物价走势和驱动不尽相同，2010 年至 2011 年地产投资高位下滑、CPI 大幅上行，2017 年至 2018 年上半年地产投资韧性较强、PPI 明显上行。外部环境不同，会导致不同阶段出口存在差异；2010 至 2011 年出口增速趋于回落，而 2017 至 2018 年出口增速持续上行。随着全球景气高位回落，2010 至 2011 年出口增速约从 35% 降至 20%、但仍处高位。2017 年全球景气处扩张区间、2018 年“贸易摩擦”下“抢出口”等，支持出口增速持续上行、从-10%附近升至 13% 左右。疫情“错位”下，“替代效应”和“需求效应”带动 2020 年出口强劲。

● **伴随政策“退潮”，股市估值多承压，债券收益率先抬升、后随基本面下行** 伴随政策“退潮”，股市估值多面临一定压力，但盈利有支撑的板块往往有结构性行情。前两轮“退潮”阶段，估值变化对股市的影响多为负贡献；期间受盈利变化节奏等影响，市场往往先震荡后下行，盈利较好的板块容易出现结构性行情。具体来看，2010 股市震荡、2017 年小幅上行，2011 和 2018 年估值和盈利拖累市场普跌，但 2010 年电子、医药等，及 2017 年家电、钢铁等板块表现较好。债券收益率中枢往往阶段性抬升，随后逐步进入下行通道；信用分层现象凸显，评级利差持续走阔。政策逐步“退潮”的过程中，债券收益率中枢，跟随总量经济先抬升后下行，其中，2009 年、2010 年 4 季度收益率震荡上行，还与通胀高企、流动性收紧等有关，2016 年下半年至 2017 年债市受金融去杠杆下流动性收紧等影响较大。期间多出现信用风险事件，导致信用分层、中低评级利差走阔。

● **风险提示：** 宏观经济或监管政策出现大幅调整，市场出现大幅波动。

相关研究报告

《宏观深度报告-2021 年中国宏观形势展望：抱朴守真》-2020.12.2

《宏观经济专题-后疫情时期，走出“独立逻辑”的行业》-2020.12.1

《宏观经济点评-产需延续修复，建筑景气抬升》-2020.12.1

目 录

1、以史为鉴，从“稳增长”到“退潮”，政策的变化？	3
2、伴随政策逐渐“退潮”，经济基本面变化的特征？	5
3、类似的政策、经济环境下，市场表现的复盘？	8
4、研究结论	10
5、风险提示	10

图表目录

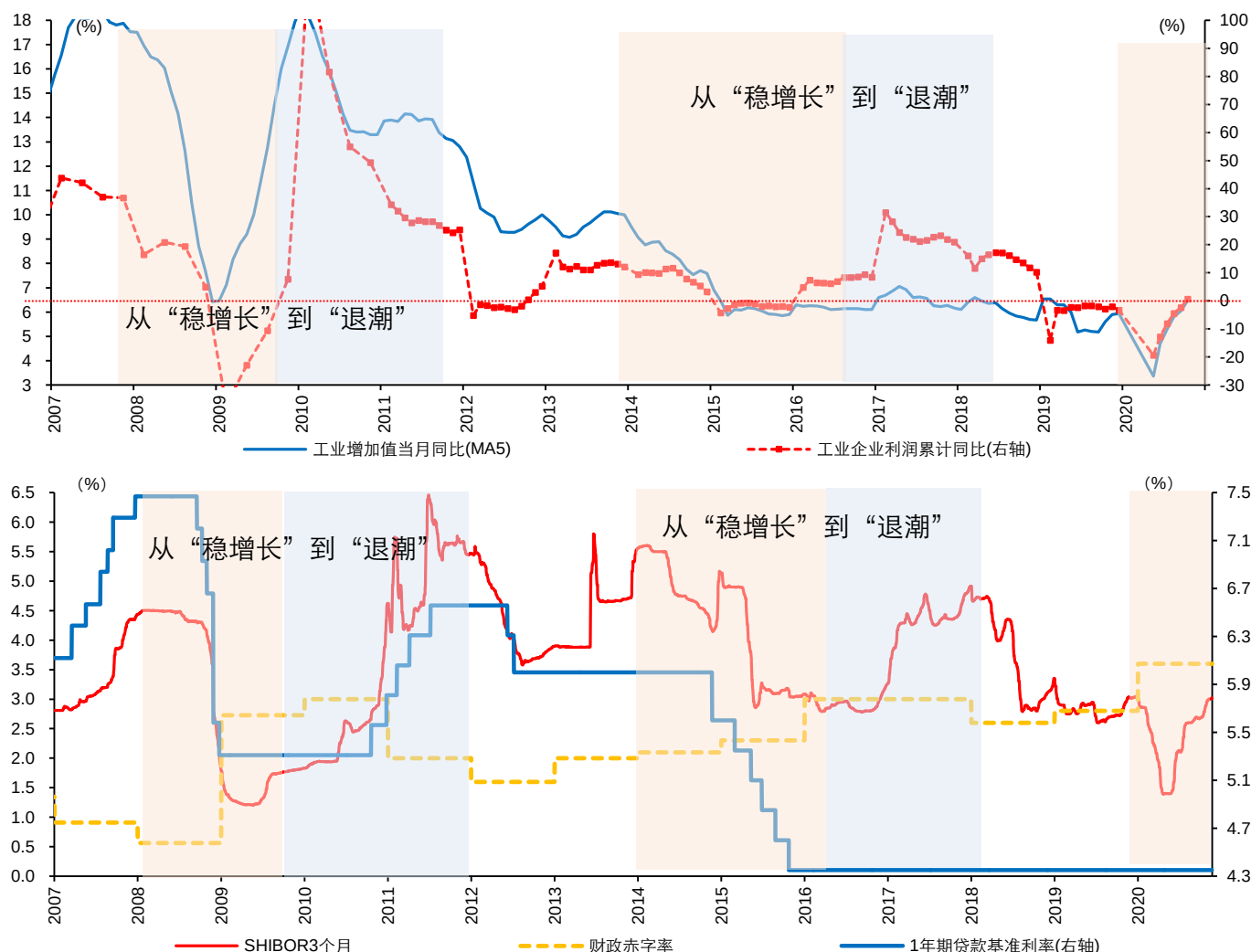
图 1： 2008 年以来，我国经历 3 轮较为明显的政策从“稳增长”到“退潮”的阶段	3
图 2： 期间，信用环境也逐渐从扩张进入收缩通道	4
图 3： 2009 年 7 月，央行重启 1 年期央票发行	4
图 4： 2016 年下半年，货币环境逐渐收紧	4
图 5： 高杠杆对微观行为压制显著，融资大多用于付息	5
图 6： 伴随政策“退潮”，“稳增长”相关板块先走弱，内生动能延后改善	6
图 7： 外部环境的不同，导致不同阶段出口存在差异	7
图 8： 2017 年，受供给侧改革影响，PPI 大幅上行	7
图 9： 传统周期下，CPI 升至 3% 以上时，政策容易收紧	7
图 10： 伴随政策“退潮”，权益市场先震荡后下行	8
图 11： 伴随政策“退潮”，股市估值多承压	8
图 12： 2010、2017 年，表现好的板块盈利相对改善	8
图 13： 伴随政策“退潮”，债券收益率中枢先阶段性抬升、后进入下行通道	9
图 14： 债市主要受经济基本面、流动性预期等影响	9
图 15： 两个阶段，信用分层现象凸显	9
表 1： 2013 年以来，央行货币政策工具创新增多	5

伴随经济逐渐修复，政策“退潮”已然开始。2021年，“退潮”之年，经济、市场如何演绎？历史不会简单重演，但通过历史复盘，可以为市场提供一些启示。

1、以史为鉴，从“稳增长”到“退潮”，政策的变化？

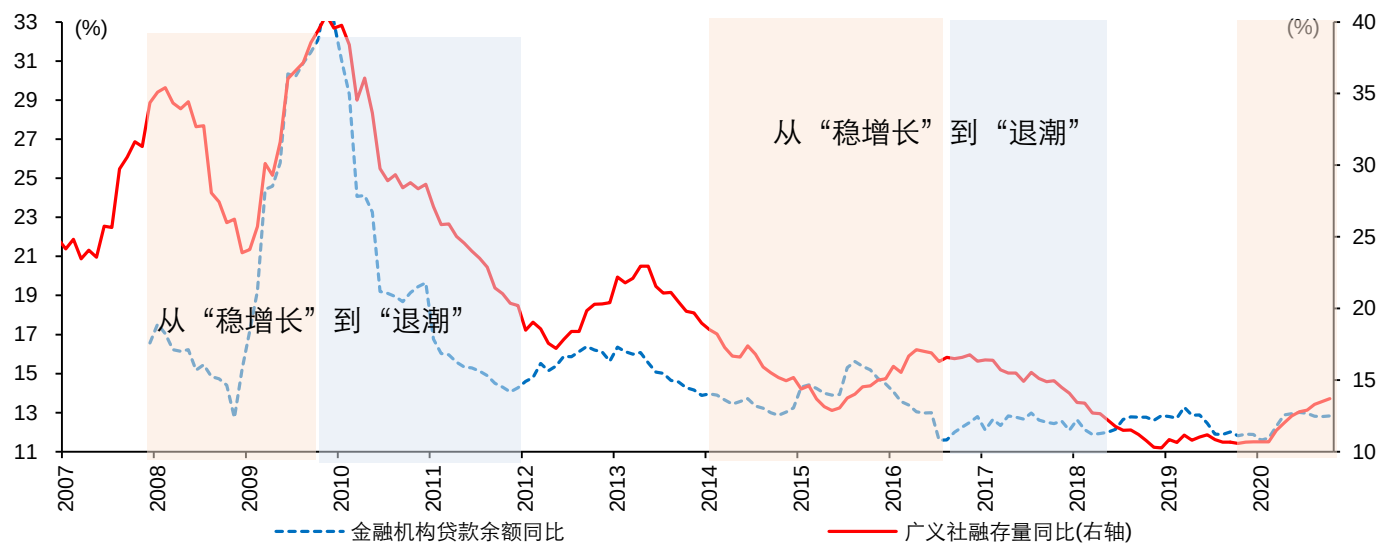
2008年以来，我国经历了3轮较为明显的政策从“稳增长”到“退潮”的阶段；期间，信用环境也逐渐从扩张进入收缩通道。回溯历史，经济压力较大时，财政、货币政策等托底操作逐步加码，具体表现为央行“降准”、“降息”，财政赤字率大幅抬升等，典型时期如2008年、2014年和2020年等。伴随经济逐渐修复，货币政策停止进一步宽松、逐步回归常态，例如2009年、2016年和2020年4月等。在经济确认企稳后，财政赤字率逐渐下降，例如2011年和2018年等。

图1：2008年以来，我国经历3轮较为明显的政策从“稳增长”到“退潮”的阶段^①



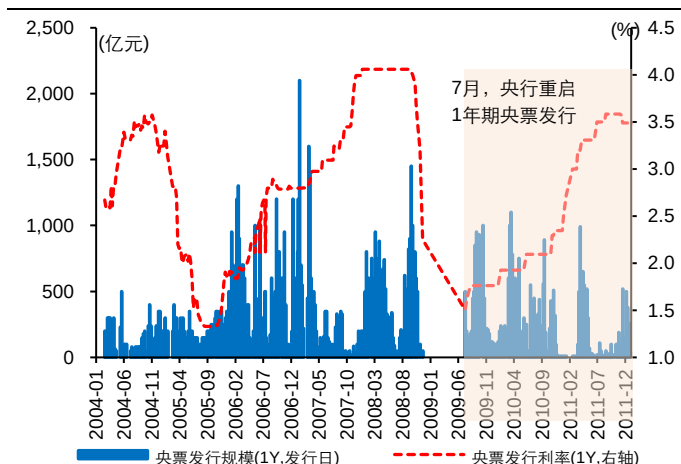
数据来源：Wind、开源证券研究所

①图中工业增加值、工业企业利润数据均剔除2020年1-4月份的数据；2009年及之前预算赤字率为计算数据（以财政预算赤字/当年GDP计算），之后为政府公布数据。

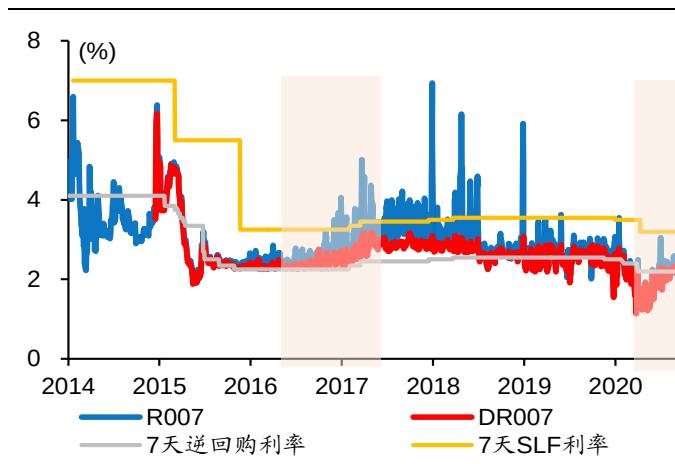
图2：期间，信用环境也逐渐从扩张进入收缩通道


数据来源：Wind、开源证券研究所

政策“退潮”过程中，货币政策往往先于财政政策回归常态，随后因通胀风险、金融风险等而逐步收紧。2009年年初，经济出现企稳迹象，央行停止进一步宽松，7月重启1年期央票发行；随着经济过热、通胀压力加大，2010年1月起央行持续加息等，对银行信贷窗口指导；财政政策变化略有时滞，赤字率2011年才开始下降。类似的，2016年经济逐渐企稳，二季度货币政策开始回归常态；随着金融风险加大，2016年8月央行“收短放长”、抬升资金成本，引导金融去杠杆；赤字率则到2018年才回落。伴随经济修复，本轮政策“退潮”已然开始；2020年5月以来打击资金空转、地产调控“三条红线”，以及频繁提及“防风险”、“稳”杠杆等。

图3：2009年7月，央行重启1年期央票发行


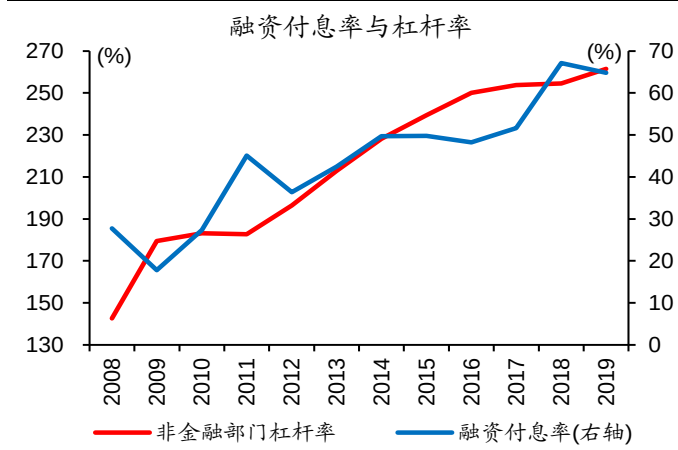
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2016年下半年，货币环境逐渐收紧


数据来源：Wind、开源证券研究所

经济所处发展阶段不同，政策思路不同，托底退出的节奏、力度和方式等不尽相同。传统周期阶段下，“稳增长”政策力度较大、节奏较快，货币政策迅速转向全面宽松，财政赤字率大幅抬升、城投平台加杠杆等；随着经济修复，央行持续收紧“银根”、帮助经济降温，2008到2011年是典型阶段。经历前期“稳增长”，实体杠杆率的大幅抬升对经济行为、政策空间的压制逐步累积，政策重心逐步转向“调结构”。近两轮“稳增长”到“退潮”过程中，央行多使用结构性工具，例如定向降准、再贷款再贴现、MLF等。同时，财政发力方向、力度也不同于传统周期阶段；基建发力点，逐渐从传统“铁公基”等转向“水利环境、人工智能”等新型基建。

图5：高杠杆对微观行为压制显著，融资大多用于付息



数据来源：Wind、开源证券研究所

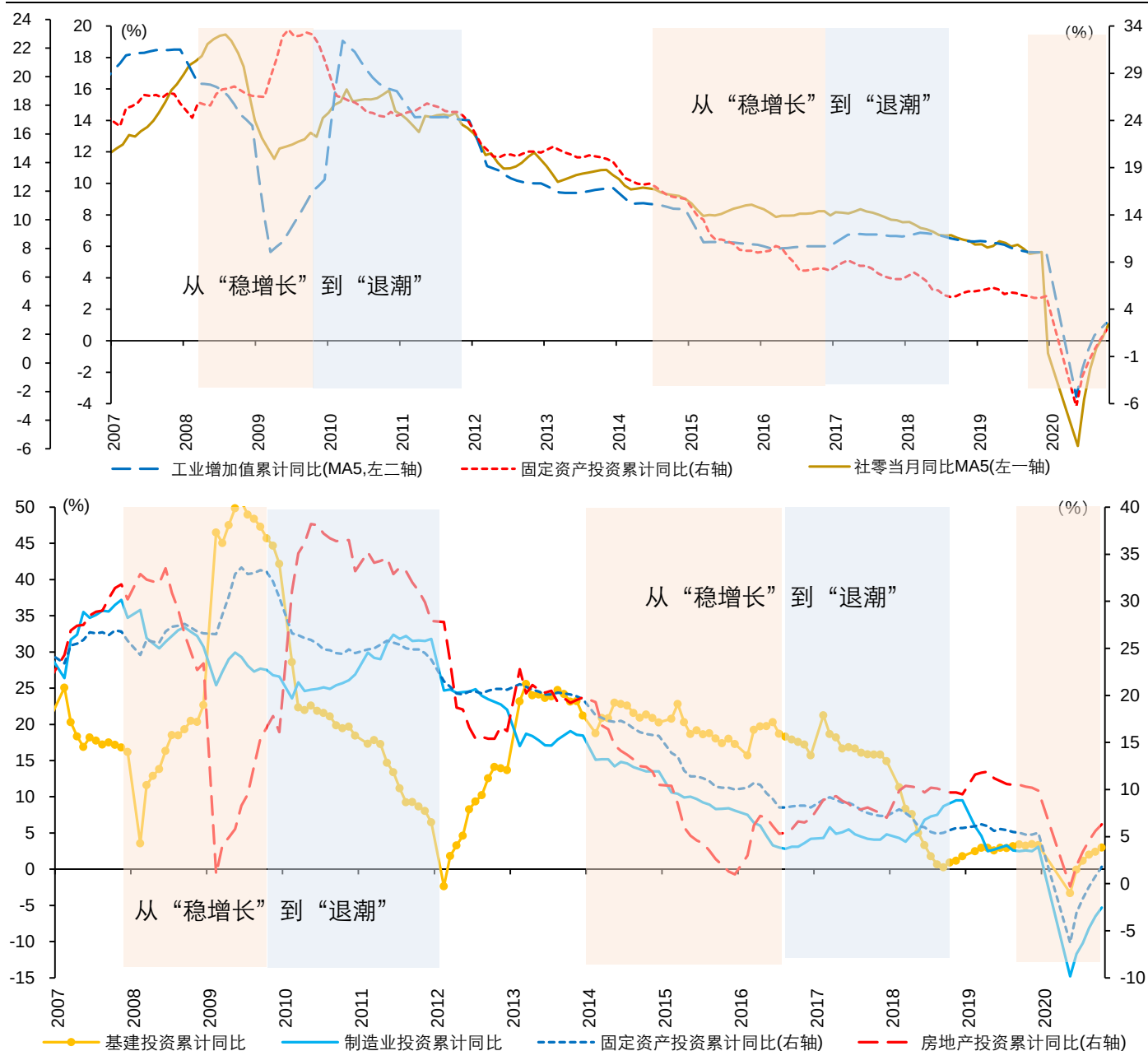
表1：2013年以来，央行货币政策工具创新增多

年份	创新工具
2013年	常备借贷便利(SLF),短期流动性调节工具(SLO)
2014年	中期借贷便利(MLF),补充抵押贷款(PSL),
2015年	资产抵押再贷款,MPA考核
2017年	临时流动性便利(TLF)
2018年	民企融资支持工具,扩大中期借贷便利(MLF)担保品范围,临时准备金动用安排(CRA)
2019年	定向中期借贷便利(TMLF),央票互换(CBS)
2020年	普惠小微企业贷款延期支持工具,普惠小微企业信用贷款支持计划

资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

2、伴随政策逐渐“退潮”，经济基本面变化的特征？

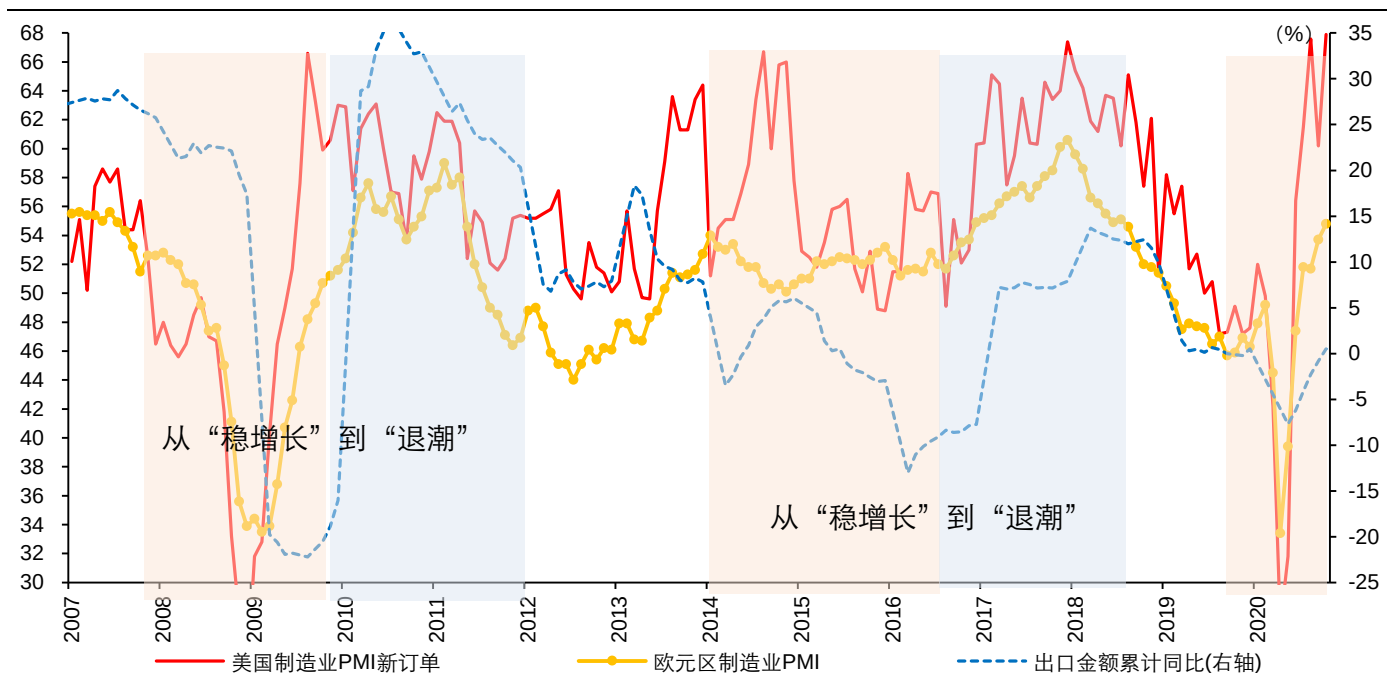
伴随政策“退潮”，总量经济趋于回落；其中基建等“稳增长”相关需求率先走弱，制造业投资、消费等内生动能滞后修复。前两轮政策“退潮”过程中，基建投资均率先大幅下滑，累计增速分别从40%、20%左右降至0%附近。制造业投资、消费等经济内生动能往往会滞后一段时间修复。2010到2011年期间，制造业投资持续修复到2011年下半年、增速一度超过30%，消费增速持续上行至2010年年底、最高接近20%；2017到2018年期间，制造业投资持续修复，消费增速韧性则维持到2017年年中。但两个阶段的地产投资差异较大，2010年，政策收紧影响下地产投资趋于下行；2017和2018年，受棚改、竣工逻辑等支撑地产投资保持韧性。

图6: 伴随政策“退潮”，“稳增长”相关板块先走弱，内生动能延后改善^②


数据来源: Wind、开源证券研究所

外部环境的不同，会导致不同阶段出口存在差异；2010年至2011年出口增速趋于回落，而2017年至2018年出口增速持续上行。随着全球景气高位回落，2010至2011年出口增速最高约从35%降至20%附近、但绝对值仍处高位。2017年全球景气处于扩张区间、2018年“贸易摩擦”下“抢出口”等，支撑出口增速持续上行、从10%附近升至13%左右。疫情“错位”下，“替代效应”和“需求效应”带动2020年出口表现强劲。

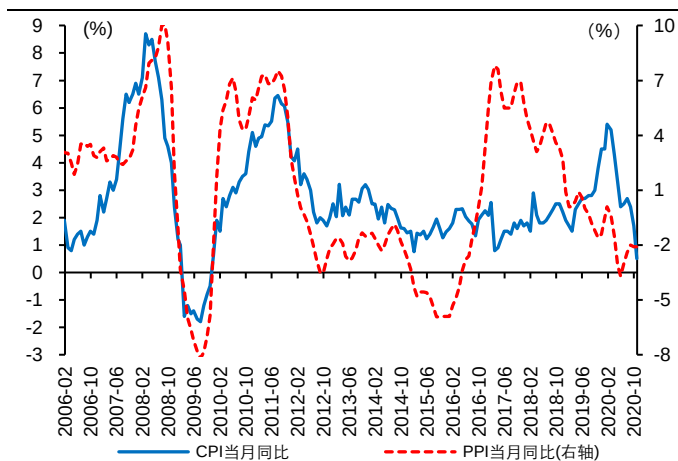
^② 图中各个指标均剔除2020年1-4月份的数据。

图7：外部环境的不同，导致不同阶段出口存在差异^③


数据来源：Wind、开源证券研究所

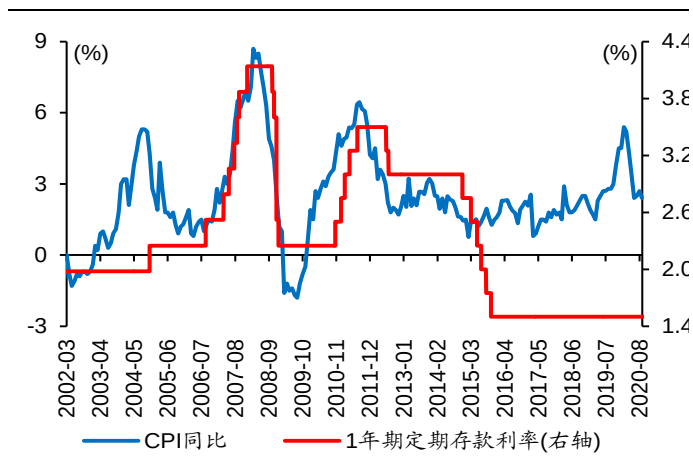
此外，物价变化及其驱动逻辑也存在差异；2010年前后，需求驱动CPI、PPI上行，2017和2020年前后，供需影响下CPI和PPI走势分化。2010到2011年，CPI、PPI受需求影响持续上行，CPI约从2%大幅上行、一度超6%；同时，经济增速从高位下行，经济呈现典型的“类滞涨”格局。2017年前后，供给侧改革等因素驱动PPI持续、大幅上行，但是CPI仍处于较低位置。2020年前后，猪肉供给减少导致猪价上涨，带动CPI大幅抬升、一度高于5%，但需求偏弱下PPI持续处于通缩区间。

图8：2017年，受供给侧改革影响，PPI大幅上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：传统周期下，CPI升至3%以上时，政策容易收紧



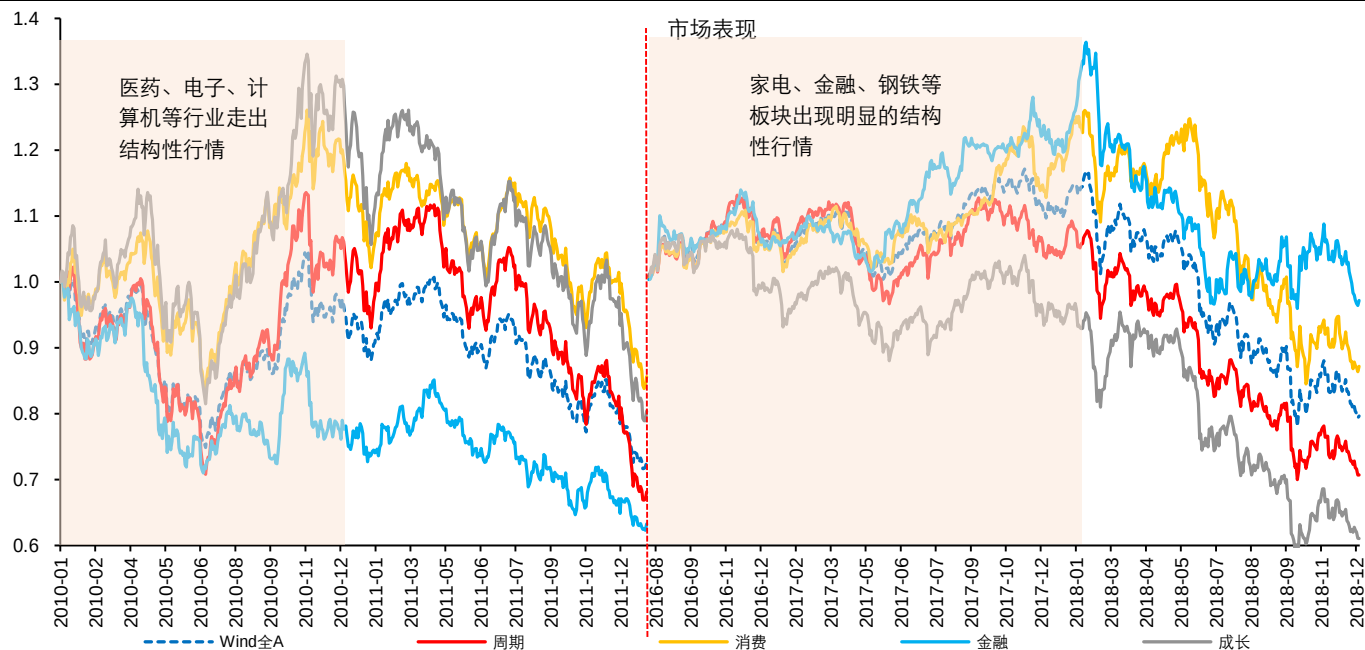
数据来源：Wind、开源证券研究所

^③ 图中出口累计同比数据剔除2020年1-4月份的数据。

3、类似的政策、经济环境下，市场表现的复盘？

伴随政策“退潮”，权益市场估值多面临一定压力，但盈利有支撑的板块往往能走出结构性行情；转债市场的表现，和权益市场类似。前两轮政策“退潮”阶段，估值变化对权益市场的影响多为负贡献；期间，受盈利变化节奏等影响，股市往往先震荡后下行。2010年、2017年等时间段，企业盈利增速仍较高，估值承压下股市多震荡或上行；期间市场的结构性行情明显，例如2010年的电子、医药，及2017年的家电、钢铁等板块表现均相对较好。2011和2018年，估值和盈利拖累市场普跌。

图10：伴随政策“退潮”，权益市场先震荡后下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：伴随政策“退潮”，股市估值多承压



图12：2010、2017年，表现好的板块盈利相对改善



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1015

